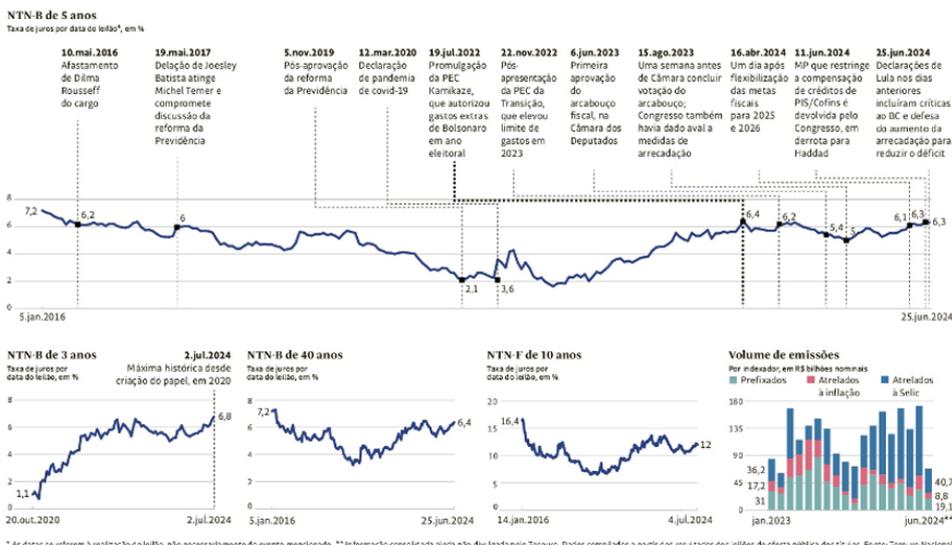


# Incerteza fiscal faz governo pagar maior juro desde 2022

Juros de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional na última década



## Incerteza fiscal leva governo a pagar maior juro desde a PEC Kamikaze

Tesouro freou volume de novas emissões; custo maior amplia esforço para controlar dívida

### INCERTEZA FISCAL

Idiana Tomazelli

**BRASÍLIA** A desconfiança dos investidores quanto à disposição do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (PT) em cumprir o arcabouço fiscal levou o Tesouro Nacional a pagar a maior taxa de juros nas emissões da dívida pública desde julho de 2022, quando o ex-presidente Jair Bolsonaro (PL) conseguiu aprovar a PEC Kamikaze para turbinar gastos em ano eleitoral.

O ambiente desfavorável fez com que a União não só pagasse mais caro, mas também fricasse a captação de recursos no mês de junho. Sempre que isso acontece, o governo precisa recorrer a uma reserva de liquidez, conhecida como "colchão da dívida", para honrar obrigações com os investidores.

A turbulência se deu em um mês marcado pela pior no ambiente externo e por uma sucessão de declarações de Lula que ampliaram a percepção de risco fiscal no Brasil. O chefe do Executivo desferiu ataques ao Banco Central e interdiu uma série de medidas de contenção de gastos que estavam em discussão na equipe econômica.

A cotação do dólar escalou e chegou a bater a marca dos R\$ 5,70 durante a terça-feira (2), o que gerou repercussão negativa para o governo e deflagrou uma espécie de frio de armamento. Na quarta (3), o ministro Fernando Haddad (Fazenda) anunciou um corte de R\$ 25,9 bilhões em despesas obrigatórias para 2025.

Mas o cenário não foi o único ativo financeiro que reagiu à maior percepção de risco. As taxas cobradas pelos investidores para financiar o governo brasileiro deram um salto nos diferentes segmentos da curva de juros, que incluem prazos curtos e mais longos.

Já o volume das emissões ficou em R\$ 68,6 bilhões em junho, o menor do ano e um valor baixo ante a média dos



O presidente Lula discursa em cerimônia no Campus Osasco da Unifesp. Danilo Varpa/Folhapress

últimos 12 meses (cerca de R\$ 120 bilhões ao mês).

Um dos principais termômetros dessa desconfiança é a emissão das NTN-Bs (Notas do Tesouro Nacional - Série B), título remunerado pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) mais uma taxa real de juros.

Na última terça, a NTN-B de três anos foi emitida com

### Série aborda incerteza sobre as contas públicas

Após uma expansão de gastos autorizada em 2022, durante a transição entre o antigo e o novo governo, a gestão de Luiz Inácio Lula da Silva (PT) propôs o novo arcabouço fiscal. No entanto, pairam dúvidas sobre a capacidade de a equipe econômica entregar os resultados prometidos. Série da Folha expõe em detalhes essa incerteza fiscal e os meios para resolvê-la.

uma taxa de 6,78% acima da inflação, patamar recorde desde que o papel com esse prazo foi criado, em 2022. Diante do custo elevado, o Tesouro aceitou captar apenas R\$ 261 milhões, valor considerado baixo.

Na NTN-B de cinco anos, título com histórico maior, o governo brasileiro pagou juro real de 6,3439% em 11 de junho e de 6,2279% em 25 de junho. O pico foi o maior desde 19 de julho de 2022, após a promulgação da PEC Kamikaze de Bolsonaro, quando chegou a 6,378%.

As taxas se equiparam a outros momentos de afrouxamento da política fiscal ou de maior percepção de risco, como o aumento de gastos aprovado na transição para o governo Lula, a dívida sobre a aprovação do teto de gastos no governo Michel Temer (MDB) e as semanas que antecederam o impeachment de Dilma Rousseff (PT) em 2016.

A deterioração também foi percebida nas NTN-Bs de 40 anos, papéis de maior prazo emitidos pelo governo nos leilões de oferta pública, e nas

NTN-Fs (Notas do Tesouro Nacional - Série F) de dez anos, títulos prefixados preferidos dos estrangeiros.

"Se eu preciso ir ao banco toda semana para tomar empréstimo, eu preciso convencer o banco toda semana que eu tenho condições de pagar os empréstimos. Senão, ele vai me cobrar taxas de juros cada vez mais altas", afirma o economista Jefferson Bittencourt, head de macroeconomia do ASA e ex-secretário do Tesouro Nacional.

"É nesse sentido que o governo precisa estar o tempo todo reforçando a credibilidade em sua trajetória de solvência, de maneira estrutural e no curto prazo, e evitar ruídos de comunicação que coloquem em dúvida a institucionalidade, tanto da política monetária quanto da política fiscal. Isso é fundamental para cada leilão", diz.

Em relatório a clientes, o economista Sergio Goldstein, estrategista-chefe da Warren Bena e ex-chefe do Departamento de Mercado Aberto do BC, elencou seis fatores que afetaram negati-

vamente o mercado de títulos públicos no mês de junho. Eles incluem os rumores de isolamento de Haddad dentro do governo, as seguidas declarações de Lula reafirmando a necessidade de conter gastos e atacando a autonomia do BC, os recios quanto à sucessão de Roberto Campos Neto, a redução da alocação de investidores em mercados emergentes, o pequeno apetite dos investidores locais ao risco e a significativa desvalorização do real.

Um aumento no custo da dívida tem reflexo direto no esforço que o próprio governo ou seus sucessores precisarão fazer para honrar a fatura dessas obrigações. As taxas mais altas serão carregadas durante anos, até o vencimento do papel emitido no momento da turbulência.

A questão tem peso ainda maior diante da elevada necessidade de financiamento do país.

Só em 2024, o governo brasileiro precisa captar quase R\$ 571 bilhão no mercado para pagar outras dívidas que vencem este ano e honrar despesas do Orçamento, dada a perspectiva de déficit.

Segundo Bittencourt, ruídos podem levar o Tesouro a adiar seu cronograma de captações, reduzir o colchão da di-

vida ou sancionar taxas mais elevadas — ou uma combinação dessas três estratégias.

O Brasil tinha em maio um colchão de liquidez robusto, de R\$ a trilhão, o suficiente para honrar oito meses de pagamento do serviço da dívida federal.

Mas a reserva de segurança é um recurso finito e existe justamente para dar confiança aos investidores de que o país é solvente.

Para lidar com o cenário mais adverso, o órgão também pode fazer emissões em prazos mais curtos ou em modalidades mais arriscadas, como os títulos atrelados à taxa Selic (se o Banco Central decidir subir os juros, o governo não está protegido e precisa arcar com um custo adicional). Trata-se de uma composição longe do padrão ideal planejado pelo Tesouro em seu planejamento anual e de longo prazo.

Em maio, por exemplo, a proporção de títulos remunerados pela Selic no estoque da dívida pública estava em 43,78%, bem próximo do teto de 44% estipulado no PAF (Plano Anual de Financiamento).

Ultrapassar esse limite não gera nenhuma punição, mas é sinal das dificuldades para cumprir o planejamento.

No longo prazo, a proporção de títulos atrelados à Selic deveria caminhar para a faixa entre 21% e 25% do estoque da dívida. No julgamento das contas da Presidência da República de 2023, o TCU (Tribunal de Contas da União) destacou a "notável distância de alguns desses indicadores em relação aos objetivos ideais de longo prazo".

Embora a sinalização de corte nas despesas obrigatórias em 2025 tenha contribuído para a melhora do mercado, Bittencourt afirma que boas condições para a gestão da dívida dependem de melhor comunicação do governo e de medidas críveis para garantir a sustentabilidade do arcabouço fiscal.

"É preciso mostrar que o arcabouço oferece uma trajetória confortável para a dívida em mais de um cenário. O governo mostrou uma trajetória no último PLDO [Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias] em um cenário muito específico, que é muito diferente do cenário de mercado. Não é só uma questão de 'ca da um acredita no que quer', mas sim de 'se fazer crível', diz.

**Jefferson Bittencourt**  
head de macroeconomia do ASA e ex-secretário do Tesouro

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Folha de S. Paulo

Seção: Mercado Pagina: 1